

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 200311070

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

管理层收购: 理论分析与实证研究

MBO: Theoretical Analysis and Empirical Research

张 薇

指导教师姓名: 杜 兴 强 教授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2 0 0 6 年 4 月

论文答辩日期: 2 0 0 6 年 6 月

学位授予日期: 2 0 0 6 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2006 年 4 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘 要

近几年来，管理层收购在国内被吵的沸沸扬扬，支持者认为其是解决国有企业产权问题和管理层激励问题的一剂良方，反对者则认为国内的管理层收购实质是瓜分国有资产的一场“盛宴”。在对国内实施了管理层收购的上市公司进行实证研究后，多数学者得出业绩大幅下滑，国内管理层收购有负效应的结论。而国内管理层收购到底带来了什么，笔者试图找出一个合理的解释。

本文首先对管理层收购的基本概念进行了介绍，并对理论基础、国外相关文献进行了梳理，分别从支持和反对两方面展开。接着，回顾了管理层收购在国外的发展历程，以美国和英国为例，探讨了两国管理层收购的发展背景、实施流程及实施特征，以期得出一些值得我国借鉴的经验。然后分析了我国管理层收购兴起的政治背景，以及理论界对此的探讨和争论，紧接着总结了国内管理层收购的实施流程和实施过程中出现的问题，并对我国近年来围绕管理层收购相继出台的一系列法规政策进行了总结概括。虽然实务操作中出现的问题是很尖锐的，但是国家正在努力的对这些问题进行规范，而且目前法规已经初具规模。最后，在总结已有相关实证研究的基础上，本文选取 2000 年到 2002 年间，深沪两市上市公司中实施了管理层收购的公司为样本，考察其在实施 MBO 前后五年间的真实绩效的变化趋势。结果发现，在剔除各公司所在行业平均水平变化趋势的影响之后(这也是本文的尝试突破之处)，MBO 公司业绩并没有显著的变化。初步分析之后发现，中外实施管理层收购的背景、战略、股权集中度等不同，这些因素都直接影响了实施 MBO 后公司的绩效，最后在此基础上对国内管理层收购提出了一些粗浅的建议。

**关键词：**管理层收购； 绩效； 实证研究

厦门大学博硕士论文摘要库

## **Abstract**

In recent years, MBO has been intensely disputed in our country. Supporters think that it's an effective prescription to resolve the property right problem of state enterprise and the problem of manager promoting, however, opponents consider that domestic MBO is a "grand dinner" to partition state assets. After making an empirical research on some companies that have implemented MBO, most of scholars reached the conclusion that MBO brings negative effect and obvious fall. What did domestic MBO bring in actually? The author tries to find a reasonable analysis in the thesis.

Firstly, the thesis introduces the fundamental definition of MBO and reviews basic theory and related foreign literature. Secondly, the thesis reviews the MBO's development in other countries and discusses the development background, implement process and feature, and tries to acquire some experience used for reference. Following that, the article analyzes the political background of domestic emerging of MBO, and summarizes implement process and problems appeared during implementation of MBO in china, the author sums up a series of law and regulations related to MBO. The problems appeared in operation are very poignant, but the government is trying to standardize these problems. Finally, the author researches on the five-year performance change of listed companies which had implemented MBO from 2000 to 2002. The result is that performance of the selected companies haven't changed obviously after consider the affection of the change trend of the whole industry. Because MBO in China is different from the west in some areas such as application background, strategy. These all affect the performance of companies after MBO directly. Then the thesis puts forward some suggestions on MBO in China.

**Key Words:** MBO; Performance; Empirical research.

厦门大学博硕士论文摘要库



## 目 录

引 言.....	1
第一章 管理层收购的概念及理论.....	2
第一节 管理层收购的基本概念.....	2
第二节 管理层收购的理论基础和文献综述.....	4
第二章 管理层收购在国外的实践情况.....	11
第一节 管理层收购在美国的实践情况.....	11
第二节 管理层收购在英国的实践情况.....	14
第三章 管理层收购在我国的实行情况.....	17
第一节 国内管理层收购的兴起.....	17
第二节 管理层收购在中国的实践情况.....	20
第三节 相关法规.....	24
第四章 我国上市公司 MBO 绩效的实证研究.....	31
第一节 文献回顾.....	31
第二节 样本选取和研究期间.....	36
第三节 绩效指标的选取和研究方法.....	38
第四节 实证结果及分析.....	38
第五节 研究的不足及政策性建议.....	45
结 语.....	49
附 录.....	51
参考文献.....	57
后 记.....	61

厦门大学博硕士论文摘要库

## Contents

<b>Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>Chapter 1 The conception and theory of MBO.....</b>	<b>2</b>
Section 1 The concept of MBO.....	2
Section 2 The theoretical foundation and related literature .....	4
<b>Chapter 2 The practice of MBO in foreign countries.....</b>	<b>11</b>
Section 1 The practice of MBO in the USA .....	11
Section 2 The practice of MBO in England.....	14
<b>Chapter 3 The practice of MBO in China .....</b>	<b>17</b>
Section 1 The background of MBO in China .....	17
Section 2 The practice of MBO in China.....	20
Section 3 Related laws and regulations .....	24
<b>Chapter 4 The empirical research on performance of Chinese listed companies. 31</b>	
Section 1 Review on prior research .....	31
Section 2 Sample selection and research periods .....	36
Section 3 The selection of performance index and research methodology.....	38
Section 4 Empirical results and analysis.....	38
Section 5 The limitation of research and policy-related suggestions.....	45
<b>Conclusion .....</b>	<b>49</b>
<b>Appendix.....</b>	<b>51</b>
<b>Bibliography.....</b>	<b>57</b>
<b>Postscript .....</b>	<b>61</b>

厦门大学博硕士论文摘要库

## 引 言

许小年(2000) 在对中国上市公司的所有制结构与公司治理进行深入研究后得出结论:中国上市公司的所有制结构与公司业绩存在正相关关系,但是国家股份额则与公司业绩呈负相关关系<sup>①</sup>。目前国有企业普遍存在的国有股一股独大、内部人控制、所有者缺位等问题已经严重的影响到企业的发展,理论界也进行了激烈的探讨,十六大之后,中央做出了国有资本战略性退出竞争性行业的宏观决策,产权改革已成定势,其中最引人注目的就是上市公司国有股减持的问题。国有经济从一般竞争性领域和中小企业退出必然需要新的经济力量进入,而管理层就成为最积极的一股力量投入其中。

管理层收购在国外的历史已有二十多年的历史,在美国,管理层收购作为企业剥离非核心业务、降低代理成本、提高企业竞争力的有效手段。到上世纪 90 年代中期,美国的 800 家大公司中,管理层几乎都持有本公司的股票,其中有 111 家公司的管理层持股几乎达到公司总股份的 30%。在英国,管理层收购被用作政府公营部门私有化的有效手段,并且作为一种有效的所有权转换形式和融资形式盛行开来。

而在我国,管理层收购却是一石激起千层浪,引来了无数英雄竞“折腰”,截至 2004 年,实行了管理层收购的上市公司已经超过 50 家,而深藏在水面之下或跃跃欲试的更有百数家以上,各界对此争论不休,有的举双手赞成,认为是产权改革的有效手段,而有的恨之入骨,认为是管理层瓜分国有资产的“盛宴”,还有中间派认为我国现有条件还不适合管理层收购。在一些学者经过实证研究后,大部分得出了实行管理层收购后公司业绩大幅下滑的结论,并以此为依据强烈反对我国上市公司实行管理层收购。

政府在短短几年间,也围绕管理层收购相继出台了多项法规制度,时而叫停,时而放宽。究竟我国上市公司实行了管理层收购后表现如何,在考虑近几年由于某些行业投资过热、盲目扩张,导致的恶性竞争之后整体放缓这个趋势的影响之后,公司业绩是否有大幅的下滑,笔者尝试着对这一问题进行粗略的探讨,希望能得出一个合理的解释。

---

<sup>①</sup> 许小年. 中国上市公司的所有制结构与公司治理[A]. 公司治理结构: 中国的实践与美国的经验. 北京: 中国人民大学出版社, 2000.

## 第一章 管理层收购的概念及理论

### 第一节 管理层收购的基本概念

#### 一、管理层收购的定义

管理层收购（Management Buy-out），简称 MBO，1980 年，英国经济学家 Mike Wright 在研究公司的分立和剥离时首次发现了管理层收购现象，于是对其进行了专门的研究并给出了比较规范的定义，即目标公司的管理层利用借贷资金购买本公司的股权，从而改变公司的所有权结构、控制权结构和资产结构，进而达到重组本公司的目的，并获得预期收益的一种收购行为<sup>①</sup>。管理层收购属于杠杆收购的一种方式。其类型包括：

（一）典型的管理层收购，即由内部管理者独立进行融资对所在企业的股权进行收购；

（二）管理层与内部员工联合收购，即由管理层和企业的员工共同对企业股权收购，管理层获得多数股权和控制权；

（三）外部投资者和管理层联合收购，即由外部投资者提供资金支持或帮忙策划，与管理层共同进行收购，收购完成后管理层获得控制权，外部投资者在恰当的时候退出企业。

国外广义的定义管理层收购还包括外部管理者通过自有资金，外部融资收购目标企业股权，获得该公司控制权，取代原公司管理层的外部管理层收购（Management Buy-in，简称 MBI），西方学者在研究、统计管理层收购时，通常采用广义的定义（Baruch and Gebbie，1998）<sup>②</sup>。

在美国，MBO 始于 20 世纪 70 年代，并且出现了全世界第一个从事管理层收购的中介机构——KKR 公司，之后管理层收购在垃圾债券<sup>③</sup>的推动下于 1988 年达到了顶峰。仅 1987 年，管理层收购的交易额就达到 380 亿美元，经统计，70 年代，运用管理层收购进行资产剥离的案例占资产剥离总案例的比例为 5% 左

<sup>①</sup> 参考于张立勇. 中国上市公司管理层收购（MBO）研究[M]. 北京：中国财政经济出版社，2005:2.

<sup>②</sup> 引自魏建. 管理层收购的成功之路——管理层收购在中国的困境和出路[M]. 北京：人民出版社，2005:2.

<sup>③</sup> 垃圾债券：投资利息高，一般较国债高 4 个百分点、风险大，对投资人本金保障较弱。

右, 而到 90 年代中期, 该比例上升至 15% 左右, 在美国的 800 家大公司中, 管理层几乎都持有本公司的股票, 其中有 111 家公司的管理层持股几乎达到公司总股份的 30%。

在欧洲, 管理层收购的起源也很早, 如在英国, 1977 年英国记载的管理层收购就有 13 起, 1980 年, 英国诺丁汉大学的 Mike Wright 在研究公司分立和剥离时就发现, 其中相当一部分被出售给了管理层, 因此他在诺丁汉大学成立了“管理层收购研究中心”(CMBOR, Center of Management Buy-out Research), 建立了关于欧洲管理层收购的大型数据库开始研究<sup>①</sup>。到 20 世纪 80 年代, 政府广泛采用管理层收购作为公营部门私有化的有效手段, 管理层收购成为一种有效的所有权转换形式和融资形式逐渐盛行开来, 1987 年, 英国管理层收购交易数量达 300 多起, 交易额达 400 亿美元。另在德国、法国、荷兰和意大利, 实施管理层收购的公司数量和总体规模也成上百倍的增长, 发展势头很强劲。

20 世纪 90 年代初, 作为产权多元化改革的一种手段, 管理层收购也出现在俄罗斯、东欧等经济转型国家的国有企业改革过程中, 据《世界发展报告》(1996) 统计, 截至 1996 年, 俄罗斯有 5% 的大中型国有企业通过管理层收购实现了民营化; 罗马尼亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚、拉脱维亚等国的国有企业产权改革中, 管理层收购也极为普遍。管理层收购成为东欧、俄罗斯等国家推进市场经济转型的重要手段, 国有民营化运动促进了这些国家管理层收购的兴起<sup>②</sup>。在日本, 管理层收购也被用来对在经济危机中陷入困境的企业进行挽救。

## 二、管理层收购的特征

管理层收购的本质是管理层通过收购股权同时具备了所有者和管理者的身份, 其特征是:

(一) 公司的所有权结构发生变化, 即部分所有权由管理层持有, 由原来的所有权和经营权相分离转变为部分所有权和经营权的合一;

(二) 管理层的地位发生转变, 由原来的单纯经营管理者转变为企业部分所有者, 并控制企业;

(三) MBO 的主要资金来源是外部融资, 一般情况下, 管理层只投入一部

<sup>①</sup> 参考于魏建. 管理层收购的成功之路——管理层收购在中国的困境和出路[M]. 北京: 人民出版社, 2005: 4.

<sup>②</sup> 引自王林. 谈中国的管理层收购[EB]. [www.yanglee.com/papers/ZTP/vgzg/ZTP040214](http://www.yanglee.com/papers/ZTP/vgzg/ZTP040214), 2004.

分自由资金，其余的利用债务融资，在收购股权后偿还债务，因债务资本只对固定收益享有索取权，管理层就可以利用财务杠杆获得更多的收益。

## 第二节 管理层收购的理论基础和文献综述

### 一、管理层收购的经济学理论基础：

#### （一）代理成本理论

随着现代市场经济的发展，商品经济的高度繁荣，独资企业和合资企业的组织形式已经无法满足人们对物质的需求和社会化大生产的要求，于是，人们把所拥有的资源集合起来，出现了股份制公司。而现实中，财务资本的所有者与人力资本（主要讨论经营才能）的所有者不一定统一，这样，财务资本的所有者就需要选择有经营才能的人才，并委托其经营企业，来实现资产的增值，此时，委托代理关系出现了，原来专属于企业所有者的剩余索取权<sup>①</sup>和控制权因此分离。由于企业合约的不完备性，导致剩余控制权<sup>②</sup>实质上掌握在管理者手里，管理者与所有者之间出现了信息不对称。再者由于人力资本本身的不可观察性和难以测度和管理者的机会主义行为、“道德风险”，管理层可能利用其经营决策等优势，为自身利益进行掠夺性资产转移行为、过度风险行为或者逆向选择，这些都将直接或间接损害所有者的利益。

虽然所有者与管理者通过契约关系结成了合作伙伴，但是二者的目标利益函数并不一致，企业所有者追求的是企业利润和价值的最大化，从而增加其自身的剩余索取权，而管理者追求的则是他个人利益最大化，他可能会攫取本应属于所有者的那部分收益，攫取所有者的剩余索取权，这些就会导致公司的效率和所有者的剩余索取权都受到侵害，即产生了代理成本问题。当然这种侵害不仅包括管理者对全部所有者（大小股东），还包括：如果大股东与管理者串通密谋，来侵害中小股东以及债权人的利益。

解决代理成本问题的一种思路就是将管理者的目标与公司目标一致起来，把管理者的报酬与股东的利益统一起来，这样管理者才有足够的动力经营好这个企

<sup>①</sup> 剩余索取权，是指企业总收益扣除固定收益之外的要求权。引自杜兴强. 会计信息、公司治理及产权博弈[J]. 财会通讯 2003, (4) .

<sup>②</sup> 剩余控制权，是指对契约中未尽事宜的投票权。引自杜兴强. 会计信息、公司治理及产权博弈[J]. 财会通讯 2003, (4) .



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库